



股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	29.82
总股本/流通股本(亿股)	9.11 / 8.87
总市值/流通市值(亿元)	272 / 265
52周内最高/最低价	33.20 / 11.30
资产负债率(%)	39.2%
市盈率	94.88
第一大股东	新疆有色金属工业(集团)有限责任公司

研究所

分析师: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340525070002
Email: yangfengyuan@cnpsec.com
分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

西部黄金(601069)

美盛投产有望助力公司业绩释放

● 25H1 实现归母净利润 1.54 亿元，Q2 业绩表现亮眼

2025H1，公司实现营收 50.30 亿元，同比增长约 69.0%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长约 131.9%；扣非归母净利润 1.84 亿元，同比增长约 110.0%。其中，2025 年 Q2 实现营收 30.87 亿元，同比增加约 99.4%，环比增加 58.9%；Q2 归母净利润 1.19 亿元，同比增加 248.9%，环比增加 243.7%；扣非归母净利润 1.39 亿元，同比增加 255.1%，环比增加 216.7%。

● 25H1，黄金量价齐升支撑公司业绩高增

2025H1，公司生产黄金 5.90 吨（含金精矿、焙砂金属量，其中生产标准金 5.57 吨），完成年初计划的 60.24%，较上年同期 4.54 吨增加 1.36 吨。生产电解金属锰 4.04 万吨，生产锰矿石 15.97 万吨。

价格方面，国际黄金价格大幅上扬，伦敦现货黄金定盘价较年初上涨 24.31%，上半年均价同比上涨 39.21%；上海黄金交易所 Au9999 黄金 6 月底收盘价较年初上涨 24.50%，上半年加权平均价同比上涨 41.07%。锰矿石市场中，钢铁行业的低迷，使电解锰市场承受较大压力，但新能源领域（如高纯硫酸锰、四氧化三锰）需求强劲，下半年预计整体供需趋于平衡，价格波动收窄。

● 新疆美盛达产在即，预计显著增厚公司利润

2025 年 8 月，公司通过现金收购的方式取得新疆美盛 100% 的股权。

新疆美盛拥有新源县卡特巴阿苏金铜多金属矿项目的所有权，现已探明矿石总量 2567 万吨（其中：金资源量 78.7 吨），卡特巴阿苏金铜矿 120 万吨/年采选项目已于今年 5 月正式投产，预计 25 年下半年全面投产。项目建设成达产后，将实现生产规模为 4000 吨/天，年产 120 万吨矿石，金金属量约 3.3 吨，具有良好的发展前景，达产后预计显著增厚公司利润。

● 资源勘探和整合成绩突出

公司坚持加大投入、重点突破，集中力量开展哈密金矿野马泉金矿详查、哈图金矿齐 II 矿区资源储量核实工作，完成探槽 6700 立方米，钻探 31200 米，钻探工程量为去年同期的 6.5 倍，百源丰矿业加强地质勘查工作，上述找矿工作成效显著。按计划推进百源丰奥尔托喀纳什矿权合并和哈密金窝子金矿矿权整合工作；积极推进塔城地区资源整合工作。通过竞拍获得托里县京伊克什阿舍金矿和阿合奇县图尤克恰特一带金铜多金属探矿权，为公司后续探矿增储工作奠定了坚

实基础。

● 盈利预测

我们预计 2025-2027 年，随着金价中枢稳健上移，美盛逐步放量贡献业绩，预计公司归母净利润为 5.99/14.83/26.20 亿元，YOY 为 107%/148%/77%，对应 PE 为 45.46/18.36/10.40。综上，给予“增持”评级。

● 风险提示

公司产量不及预期，黄金价格超预期下跌等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7001	7820	10138	12038
增长率(%)	56.68	11.70	29.64	18.74
EBITDA（百万元）	849.98	1383.81	2569.52	4061.70
归属母公司净利润（百万元）	289.55	599.24	1483.46	2620.32
增长率(%)	205.69	106.95	147.56	76.64
EPS（元/股）	0.32	0.66	1.63	2.88
市盈率（P/E）	94.07	45.46	18.36	10.40
市净率（P/B）	5.87	5.30	4.26	3.17
EV/EBITDA	12.58	19.97	10.36	6.03

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	7001	7820	10138	12038	营业收入	56.7%	11.7%	29.6%	18.7%
营业成本	6201	6552	7602	7952	营业利润	244.6%	106.7%	147.0%	76.5%
税金及附加	80	104	135	161	归属于母公司净利润	205.7%	107.0%	147.6%	76.6%
销售费用	3	4	5	6	获利能力				
管理费用	248	313	406	482	毛利率	11.4%	16.2%	25.0%	33.9%
研发费用	29	39	51	60	净利率	4.1%	7.7%	14.6%	21.8%
财务费用	33	27	39	38	ROE	6.2%	11.7%	23.2%	30.5%
资产减值损失	-35	-20	-20	-20	ROIC	6.0%	9.0%	17.5%	23.4%
营业利润	368	762	1881	3321	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	39.2%	40.3%	39.3%	35.7%
营业外支出	4	4	4	4	流动比率	2.13	2.36	3.13	4.26
利润总额	366	759	1878	3318	营运能力				
所得税	76	159	394	697	应收账款周转率	11.17	9.76	10.16	9.77
净利润	290	599	1484	2621	存货周转率	8.60	7.53	7.73	7.36
归母净利润	290	599	1483	2620	总资产周转率	0.97	0.96	1.06	1.01
每股收益(元)	0.32	0.66	1.63	2.88	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.32	0.66	1.63	2.88
货币资金	1176	1355	2865	5513	每股净资产	5.09	5.64	7.01	9.43
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	899	1086	1408	1672	PE	94.07	45.46	18.36	10.40
预付款项	175	197	228	239	PB	5.87	5.30	4.26	3.17
存货	829	910	1056	1104	现金流量表				
流动资产合计	3175	3687	5736	8742	净利润	290	599	1484	2621
固定资产	2043	2756	2915	3020	折旧和摊销	397	598	652	706
在建工程	226	221	217	213	营运资本变动	-395	-238	-374	-246
无形资产	1528	1275	1020	764	其他	72	61	85	101
非流动资产合计	4451	4918	4794	4617	经营活动现金流净额	364	1020	1847	3181
资产总计	7626	8605	10530	13359	资本开支	-158	-1071	-553	-553
短期借款	422	522	622	722	其他	-50	-34	-4	-6
应付票据及应付账款	290	273	317	331	投资活动现金流净额	-208	-1106	-557	-559
其他流动负债	778	766	894	998	股权融资	0	-7	0	0
流动负债合计	1490	1561	1832	2051	债务融资	436	395	508	508
其他	1498	1904	2309	2714	其他	-135	-125	-288	-482
非流动负债合计	1498	1904	2309	2714	筹资活动现金流净额	300	264	220	26
负债合计	2988	3465	4141	4765	现金及现金等价物净增加额	456	179	1510	2648
股本	918	911	911	911					
资本公积金	2809	2809	2809	2809					
未分配利润	859	1273	2299	4111					
少数股东权益	1	1	2	2					
其他	51	145	367	761					
所有者权益合计	4638	5140	6389	8594					
负债和所有者权益总计	7626	8605	10530	13359					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048